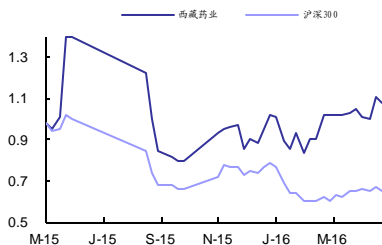


证券研究报告—深度报告
医药保健
医疗器械与服务
西藏药业(600211)
增持

合理估值: 元 昨收盘: 46.83 元 (维持评级)

2016年04月25日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	146/114
总市值/流通(百万元)	6,818/5,344
上证综指/深圳成指	2,959/10,152
12个月最高/最低(元)	60.12/28.59

相关研究报告:

《西藏药业-600211-2015 年半年报点评: 业绩将反转、未来成长空间大》——2015-08-17

《西藏药业-600211-2015 年一季报点评: 业绩拐点明确, 未来三年高成长可期》——2015-04-28

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

联系人: 王明亮

电话: 13917314297

E-MAIL: wanml@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

海内外双轮驱动前景广阔 (兼论依姆多业绩贡献及与康哲关联交易细节)

● 公司一季报符合预期

2016Q1 公司收入 9680 万 (-79.3%), 归母净利润 2005 万 (+141%), 扣非净利润 2019 万 (+146%)。收入下降是由于剥离亏损本草堂业务, 利润增长符合预期。其中管理费用 -39.4%, 显示经营效率提高, 值得关注。

● 康哲成为实际控制人开启增长空间

康哲拟通过定增增持公司股份至 37.19% 成为实际控制人, 基于对康哲过往战略规划及执行力的认可, 我们认为公司在康哲的体系中将拥有广阔发展空间。

● 收购依姆多增厚业绩兼具战略意义

依姆多在阿斯利康旗下是稳定现金流产品。公司收购依姆多后国内销售有望在康哲学术网络协助下增长, 海外销售预计持平。我们预计依姆多 16-18 年贡献税前利润为 6900 万/1.97 亿/2.22 亿。依姆多顺利交接与稳定运营将标志着公司海外销售网络初步成型, 从而有望打造国内其他药企所不具备的竞争优势, 为未来更多海外资产收购或者战略合作打下基础。

● 新活素、诺迪康稳定成长

新活素、诺迪康均为 8-10 亿元的高潜力品种。康哲独家代理两个品种, 15 年销售收入分为 4.3 亿元和 8200 万元, 两个品种未来仍有很大的增长空间。在详细分析康哲与公司关联交易细节后, 我们预测新活素与诺迪康 16-18 年为公司贡献的营业利润为 8700 万/1.07 亿/1.30 亿。

● 风险提示

海外网络交接运营不顺; 盈利不达预期; 增发进程变化; 汇率波动对业绩影响。

● 海内外双轮驱动前景广阔, “增持” 评级

预计公司 16-18 年净利润 1.54/2.99/3.52 亿, 考虑增发摊薄 16-18 年 EPS0.82/1.59/1.87 元, 当前股价 PE 为 57/30/25x, 不考虑折旧摊销 16-18 年的 EV/EBITDA 为 28/16/14x。公司业绩 18 年将进入稳定增长, 18 年 PE 25x, EV/EBITDA 14x, 归母利润+18%。我们认为估值合理, 但考虑到外延有望超预期, 以及接手阿斯利康海外销售网络获得独到核心竞争力, 我们给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,668	1,383	759	1,115	1,295
(+/-%)	19.0%	-17.1%	-45.1%	46.8%	16.2%
净利润(百万元)	21	92	154	299	352
(+/-%)	-22.7%	336.8%	67.6%	94.4%	17.8%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.63	0.82	1.59	1.87
EBIT Margin	1.6%	7.5%	22.4%	27.4%	27.5%
净资产收益率(ROE)	5.2%	18.7%	7.3%	13.0%	13.8%
市盈率(PE)	325.0	74.4	57.4	29.5	25.0
EV/EBITDA			42.2	23.7	20.9
市净率(PB)	16.9	13.9	4.2	3.8	3.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

前言

我们是市场上最早覆盖西藏药业的团队。早在 14 年 12 月康哲刚成为西藏药业第一大股东之际，我们就发出了市场第一篇深度报告覆盖公司，明确指出康哲入主西藏药业将给公司带来广阔的发展前景。目前，当时的预测正在逐步兑现。

我们是市场上对西藏药业研究最深入的团队。我们是市场上唯一一个同时对康哲药业和西藏药业均进行深入研究的小组。对两个公司联合对比分析有利于我们了解关联交易细节，预测西藏药业业绩增长情况。基于对康哲药业和西藏药业长期跟踪，我们在康哲即将成为西藏药业实际控制人并收购依姆多资产之际，再度对西藏药业未来的战略发展前景和业绩增长预测进行详细阐述，以供投资者参考。

团队成员 西藏药业系列研究报告一览：

《西藏药业_深度报告：大股东变更催生机遇，重点产品成长空间大》——2014-12-17

《康哲药业_深度报告：稳定高成长的药品营销龙头》——2015-01-20

《康哲药业_点评报告：诺迪康销售增长利润有望超预期》——2015-01-22

《西藏药业-600211-2015 年半年报点评：业绩将反转，未来成长空间大》--2015-08-17

《西藏药业-600211-2015 年一季报点评：业绩拐点明确，未来三年高成长可期》—2015-04-28

投资摘要

关键结论与投资建议

我们预测西藏药业 16-18 年净利润为 1.54/2.99/3.52 亿元，同比增长 68%/94%/18%。如考虑增发股本摊薄，则 2016-18 年的 EPS 为 0.82/1.59/1.87 元，当前股价对应的 PE 为 57/30/25x。收购依姆多资产后每年将新增 6200 万摊销，这属于非经营性开支并压低了公司净利润水平。如果不考虑该影响，公司 16-18 年的 EV/EBITDA 为 28/16/14x。因为并表及一次性费用，公司业绩 18 年进入稳定增长。当前股价对应 18 年 PE 25 倍，EV/EBITDA 14 倍，18 年利润同比增长 18%。我们认为估值合理，考虑到外延并购有望超预期，以及接手阿斯利康海外销售网络获得独到核心竞争力，我们给予公司“增持”评级。

核心假设或逻辑

第一，依姆多顺利完成交接，国内销售在康哲学术网络协助下逐步成长，海外销售基本持平。

第二，新活素、诺迪康逐步兑现其市场潜力。西藏药业与康哲的关联交易中的采购价与推广服务费用率与本报告分析出的结果类似。

第三，公司其他制剂产品处于亏损状态，预计未来扭亏为盈但短期对业绩贡献不大。

与市场预期不同之处

第一，市场对依姆多的基本面以及未来国内的增长前景尚缺乏足够认识。本篇报告不仅阐述了这两点，而且对未来依姆多的销售模式进行了假设（国内由康哲的学术推广网络代理，海外承接阿斯利康筛选的经销商网络），并预测依姆多未来 3 年对公司的业绩贡献。

第二，市场对西藏药业与康哲药业关于新活素和诺迪康的关键交易细节尚缺乏足够了解。本篇报告根据公司最新年报及关联交易报告数据，详细分析了新活素和诺迪康收入情况以及推广服务费用率。这次指标对我们预测公司未来业绩增长至关重要。

股价变化的催化因素

在康哲体系中，西藏药业的战略定位为海外销售的建设，本次收购依姆多资产是推进该战略的重要步骤。依姆多在全球 47 个国家销售，附带的是阿斯利康在全球 47 个国家经过多年筛选的优质经销商网络。该经销商网络的战略价值不可忽视。如果依姆多未来 3 年业绩增长符合我们预测，则意味着西藏药业完成了海外销售网络的交接与顺利运营，初步建立国内其他药企所不具备的核心竞争力。依托该网络，无论是收购更多海外资产还是与国内有制剂出口意向的企业合作，均有非常好的协同效应。因此，超预期的因素在于海外销售网络建设完成后的持续外延并购与战略合作。由于近两年是外资企业剥离类似依姆多这类边缘品种的窗口期，未来不排除外延并购落地时点超预期的可能。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，海外经销商网络不能顺利交接与运营的风险。接手并运营全球 47 个国家的经销商网络在国内药企中是没有先例的，其中必然存在一定的复杂性及困难。海外经销商网络交接和运行不达预期是不可忽视的风险。

第二，假设不对导致盈利不准确的风险。我们预测公司业绩增长时用到了大量的假设，例如依姆多毛利率和销售管理费用率、新活素、诺迪康毛利率与推广服务费用率、公司所得税率等，最终业绩兑现过程中由于各种情况与假设有偏差，将会导致盈利预测并不准确。

第三，人民币汇率波动导致公司业绩受到影响的风险。未来公司有约 20% 收入来自于依姆多海外销售，本报告中并没有考虑汇率波动对业绩的影响。

第四，增发进程对公司控制权变化和未来发展的影响。我们目前的最大假设基于增发顺利完成，康哲通过定增增持公司股份至 37.19% 成为实际控制人，同时募集资金用于收购海外资产，如果增发无法完成将完全影响我们的推荐逻辑。

内容目录

康哲成为实际控制人打开增长空间	6
依姆多资产增厚业绩兼具战略价值	8
依姆多基本面分析	8
依姆多业绩预测	12
依姆多资产的战略价值	13
新活素、诺迪康产品分析	13
新活素、诺迪康基本面分析	13
新活素、诺迪康关联交易分析	16
西藏药业新活素和诺迪康业绩贡献预测	18
其他产品及业务简析	18
其他业绩影响因素	19
利息收入增加	19
所得税率降低	19
盈利预测与估值分析	19
潜在超预期因素及风险提示	19
超预期因素	19
风险提示	20
附表：财务预测与估值	21
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

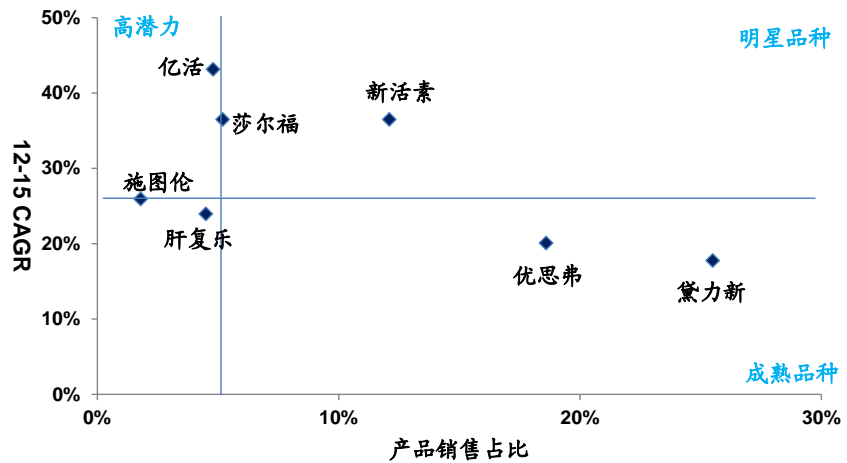
图表目录

图 1: 康哲产品潜力分析	6
图 2: 非公开发行前的股权结构	7
图 3: 非公开发行后的股权结构	7
图 4: 我国城乡居民冠心病死亡率变化 (单位: 1/10 万)	8
图 5: 减轻症状类冠心病用药样本医院市场容量及 2012-15CAGR 分析.....	9
图 6: 单硝酸异山梨酯样本医院收入及增速 (单位: 百万)	10
图 7: 单硝酸异山梨酯样本医院竞争格局及变化.....	10
图 8: 阿斯利康单硝酸异山梨酯样本医院销售区域占比	11
图 9: 2011-2015 我国心血管中药市场规模 (单位: 亿元)	15
图 10: 心脑血管疾病口服中成药市场占比提高	16
图 11: 心脑血管疾病口服前十大品牌市场份额 (2011)	16
表 1: 冠心病药物治疗分类	9
表 2: 单硝酸异山梨酯样本医院分剂型规格销售数据 (2015 年)	11
表 3: 公司依姆多 2016-18 税前利润预测 (单位: 百万)	13
表 4: 急性左心衰竭血管活性药物选择	14
表 5: 新活素临床使用数量估算	14
表 6: 新活素市场空间测算	15
表 7: 新活素、诺迪康关联交易数据 (单位: 千元)	17
表 8: 15 年公司分治疗领域产品线收入及毛利率	17
表 9: 公司新活素、诺迪康 2016-18 税前利润预测 (单位: 百万)	18
表 10: 公司其他品种盈利分析 (2015)	19

康哲成为实际控制人打开增长空间

康哲自 2008 年与西藏药业签订独家代理协议后即成为公司的重要关联方。对西藏药业来说，其高潜力品种新活素有赖于康哲的渠道销售推广；对康哲来说，主力品种黛力新、优思弗逐渐成熟老化。新活素体量大增长快，是康哲的明星产品，也是业绩增长动力的重要来源。这解释了为什么 14 年西藏药业内部出现股权纠纷时，康哲通过增持成为西藏药业第一大股东（持股比例为 26.61%）。

图 1：康哲产品潜力分析



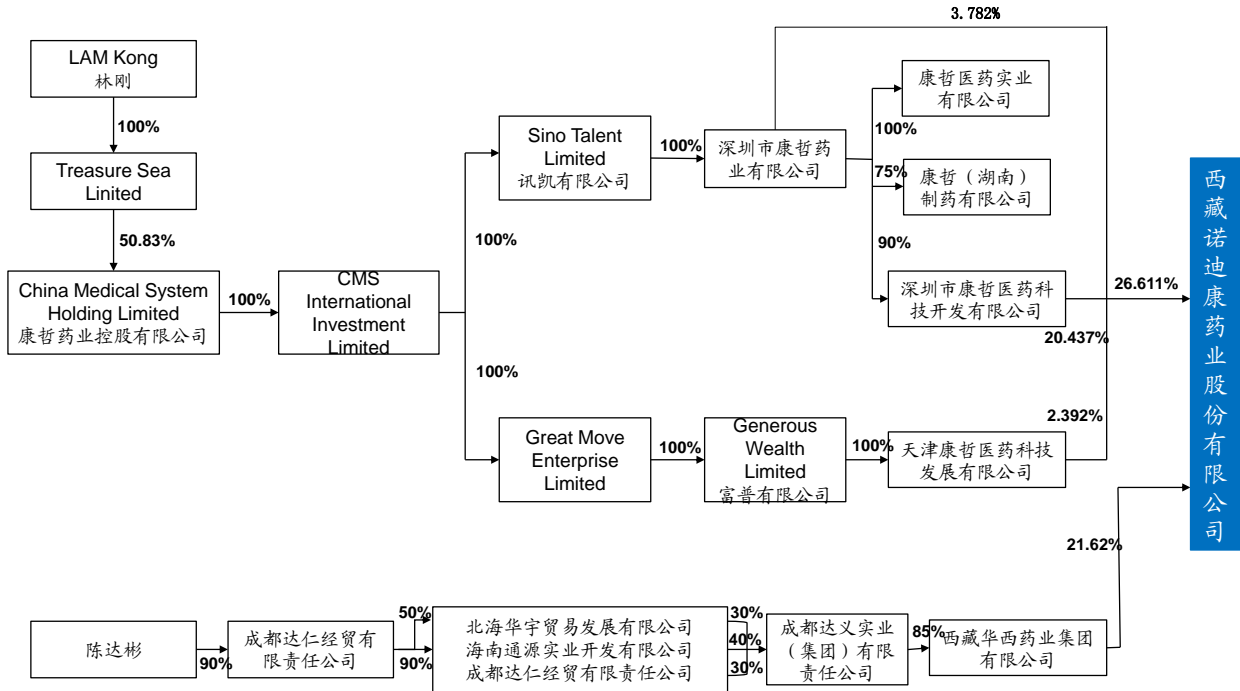
注：丹参酮、诺迪康、喜辽妥、慷彼申均为 15 年收购产品，销售占比在 3.3% 及以下
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

康哲成为西藏药业第一大股东后，辅助公司完成了以下运作：

- 完成新活素、诺迪康生产车间 GMP 改造，
- 剥离亏损的本草堂业务，聚焦药品制造
- 完善公司项目进度管理、预算决算管理和绩效考核体系
- 独家代理诺迪康，并更换经销商，逐步解决多年积压的问题
- 拟定增购买 lmdur 资产，并战略筹建海外销售网络

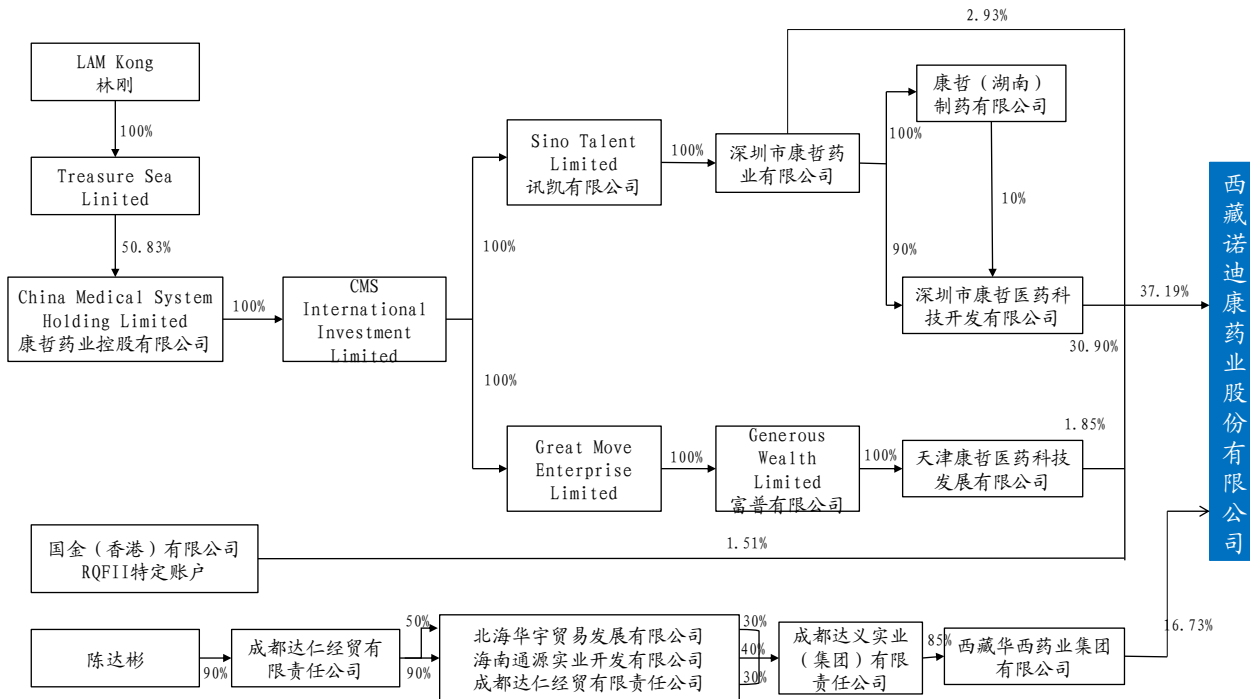
基于对西藏药业资质的认可（产品潜力+A 股标的），康哲及其一致行动人本次拟通过认购非公开发行股份进一步增持西藏药业股份至 37.19%，从而成为西藏药业的实际控制人。基于对康哲过往的战略规划及执行力的认可，我们认为西藏药业在康哲的体系中将有广阔的发展空间。

图 2: 非公开发行前的股权结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 非公开发行后的股权结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

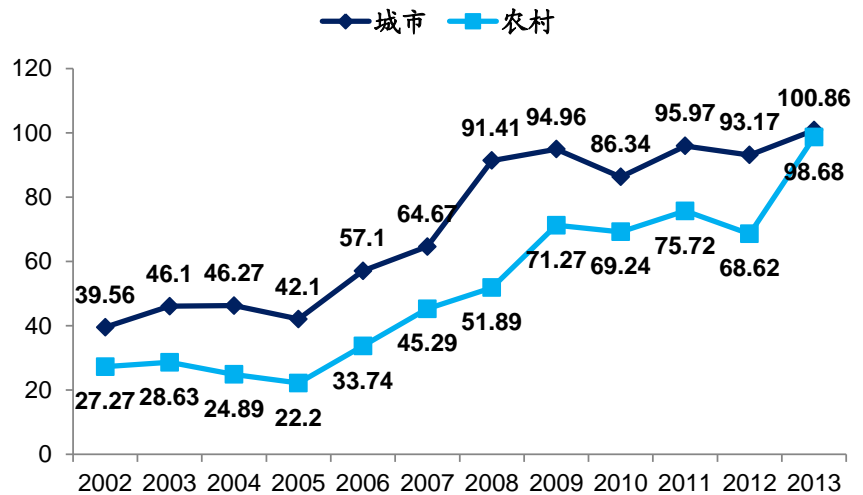
依姆多资产增厚业绩兼具战略价值

公司拟通过非公开发行募集资金 15 亿元，其中 12.4 亿将用于收购阿斯利康依姆多 (Imdur) 除美国外全球范围内的资产，包括与依姆多相关的所有的商标、技术诀窍、商誉、产品记录、库存、注册批准及注册信息中所含之权利和利益。

依姆多基本面分析

依姆多是缓释型单硝酸异山梨酯，临床用于冠心病的长期治疗、预防血管痉挛型和混合型心绞痛，也适用于心肌梗死治疗及慢性心衰的长期治疗。心血管病（包括脑血管病）是我国城乡居民首要死亡原因。自上世纪 90 年代以来，心血管疾病的死亡率就呈现不断上升的态势。

图 4: 我国城乡居民冠心病死亡率变化 (单位: 1/10 万)



资料来源: 中国心血管病年度报告、国信证券经济研究所整理

与心血管疾病密切相关的高危因素包括高血压、糖尿病、超重肥胖等。调查数据显示，2002 年中国 18 岁以上成人高血压患病率为 18.8%，2014 年卫生部公布的高血压患病率为 25.5%，高血压的患病率一直在增加。糖尿病也是心血管病的重要影响因素，1999 年调查表明中国居民糖尿病患病率约为 9%，2010 年数据显示为 11.6%，成人糖尿病前期检出率为 50%。伴随着我国人口老龄化承担加剧，以及高血压、糖尿病等心血管高危患者人数不断增加，在可预见的将来，心血管的发病率将呈现不断上升的趋势，而相关用药需求也将增长。

心血管药物治疗的主要目的是：

- **改善生存：** 预防心肌梗死和猝死，提高患者预后
- **改善生活质量：** 减轻心绞痛症状及缺血发作

一般改善生存与减轻症状的药物联用，构成心血管慢病用药。若长期服药仍不能有效干预疾病进展，则临床上会使用经皮冠状动脉介入术 (PCI)、冠脉搭桥术 (CABG) 等非药物治疗手段。

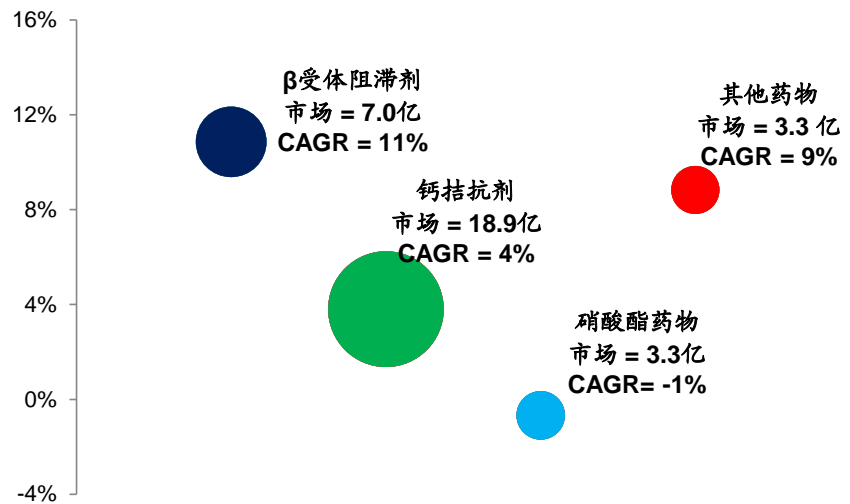
表 1: 冠心病药物治疗分类

治疗分类	说明	证据级别	代表药物
改善预后的药物			
抗血小板药物	无用药禁忌时使用	I 类	阿司匹林、氯吡格雷、替格瑞洛
他汀类降血脂药物	LDL-C 的目标值<2.60mmol/L/有明确冠状动脉疾病的高危患者, 强化治疗, LDL-C 目标值<2.07mmol/L	I 类/IIa 类	阿托伐他汀、瑞舒伐他汀、辛伐他汀等
血管紧张素转换酶抑制剂 (ACEI)	所有合并糖尿病、心理衰竭、左心室收缩功能不全、高血压、心肌梗死后左室功能不全患者/有明确冠状动脉疾病患者	I 类/IIa 类	贝那普利、培哚普利、福辛普利等
β 受体阻滞剂	心肌梗死后稳定性心绞痛或者心力衰竭患者	I 类	美托洛尔、比索洛尔、普萘洛尔等
减轻症状, 改善缺血药物			
短效硝酸甘油	缓解和预防心绞痛急性发作	I 类	硝酸甘油
β 受体阻滞剂	逐步增加至最大耐受量	I 类	美托洛尔、比索洛尔、普萘洛尔等
长效硝酸酯药物	β 受体阻滞剂作为初始治疗疗效不理想	I 类	单硝酸异山梨酯、二硝酸异山梨酯
钙拮抗剂	β 受体阻滞剂作为初始治疗疗效不理想	I 类	氨氯地平、硝苯地平、左氨氯地平
其他治疗药物	当上述药物疗效不理想或者不能耐受时使用	IIb 类	曲美他嗪、尼可地尔
非药物治疗			
血管重建治疗	药物治疗后仍有明显的心脏缺血症状时	I 类	PCI、CABG
其他非药物治疗手段	针对顽固性心绞痛治疗	IIa 类/IIb 类	外科激光心肌血运重建术、增强型体外反搏、脊髓电刺激

资料来源: 慢性稳定性心绞痛诊断与治疗指南 (2014), 国信证券经济研究所整理

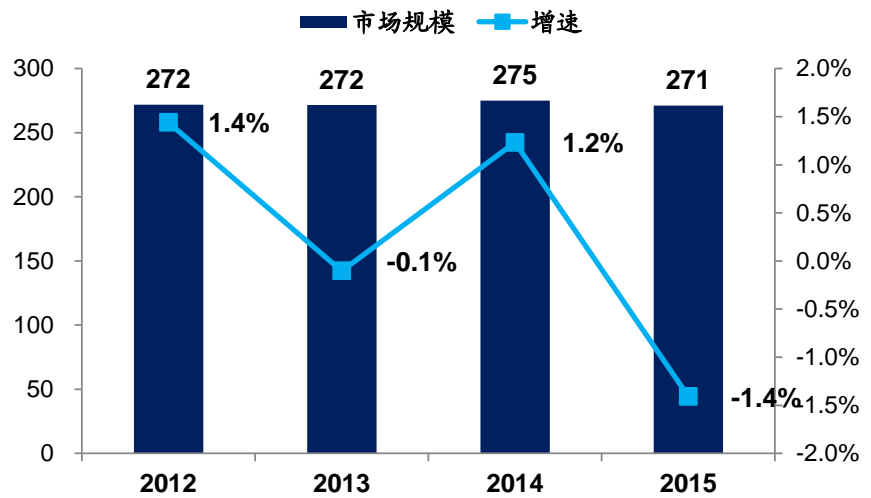
单硝酸异山梨酯属于长效硝酸酯类药物, 用于减轻患者症状及改善缺血。其竞争品类为β受体阻滞剂、钙拮抗剂、以及曲美他嗪等其他治疗药物。由于任何一类药物不是对所有患者有效且联合用药效果好于单独用药, 长效硝酸酯类药物虽然上市时间早, 但在临床上不可能被完全替代。市场表现为其销量长期保持稳定, 无论是 PDB 样本医院的数据还是阿斯利康依姆多的销售数据均支持这个结论。

图 5: 减轻症状类冠心病用药样本医院市场容量及 2012-15CAGR 分析



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

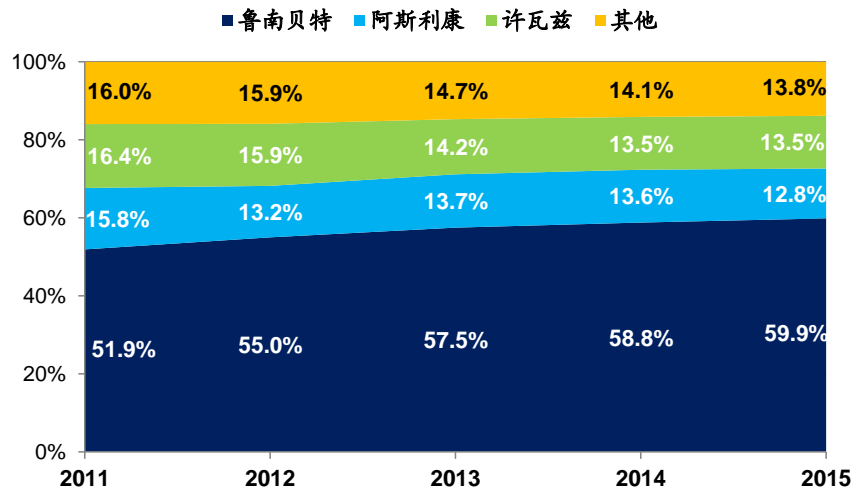
图 6: 单硝酸异山梨酯样本医院收入及增速 (单位: 百万)



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

从国内竞争格局来说, 数十家药企有单硝酸异山梨酯的生产批文。但市场主要被鲁南贝特、阿斯利康、许瓦兹, 三家市场份额合计超过 80%。鲁南贝特由于渠道推广优势市场份额逐渐增大, 原研厂商阿斯利康份额降低。阿斯利康的全球战略是专注于创新药研发与销售, 而依姆多属于早已成熟的普药不受到公司重视。在渠道端处于自然走量的状态, 即没有销售代表跟进推广, 造成市场份额降低。

图 7: 单硝酸异山梨酯样本医院竞争格局及变化



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

我们认为西藏药业收购依姆多资产后配上康哲的销售团队前景看好。主要原因有以下三点:

■ 产品协同

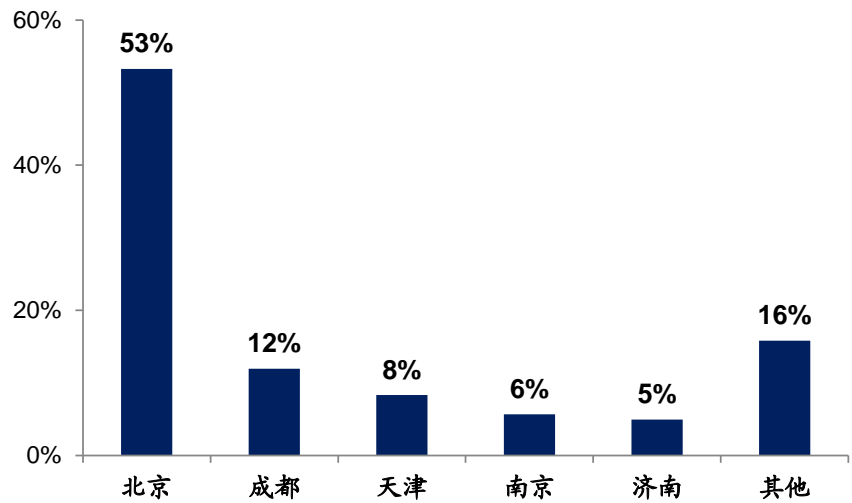
依姆多与康哲代理的新活素和诺迪康同属于心血管领域。由于作用机制不同, 且针对适应症的不同病程阶段, 三者不但非竞争产品, 反而具有较强的互补性, 从而为临床医生提供完整的治疗策略及药物选择, 并有利于加强公司旗下产品

在心血管领域的品牌建设。

■ 渠道协同

根据样本医院数据,阿斯利康依姆多销售主要集中在北京、成都(四川)、天津、南京(江苏)、济南(山东)等地,其中北京的销售占比达到 50%以上,预计北京大型二、三级医院对该产品质量及品牌认可度较高。但依姆多在阿斯利康旗下不受重视,处于没有销售覆盖自然走量的状态,因此在北京以外的地区销量不佳。若康哲的销售队伍接手,情况有望大为改观。目前康哲心血管销售队伍有 1300 人,新活素覆盖全国 1800 家医院,诺迪康覆盖全国 2200 家医院,从而保证依姆多未来在每个省份都有销售人员推广,促进其销售快速增长。

图 8: 阿斯利康单硝酸异山梨酯样本医院销售区域占比



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

■ 独家剂型规格

单硝酸异山梨酯在我国存在多种剂型和多个规格。前三大生产企业在剂型规格方面实现了差异化竞争,即重点销售的剂型或规格各不相同。阿斯利康的依姆多为缓释片剂,有 30mg 和 60mg 两种规格,其中 60mg 规格是其他两个竞争对手所没有的。60mg 规格不仅占依姆多自身销售的 80%以上(PDB 样本医院数据),而且在所有单硝酸异山梨酯的销售占比也在 10%以上。因此,60mg 规格是依姆多的拳头产品,其单片有效成分剂量大,患者服药频次低依从性高,适用于病情较为严重的冠心病患者。60mg 规格在推广上拥有较强的特色,且有特定的患者人群,如果结合康哲在学术推广上的优势,有良好的市场前景。综合产品协同、渠道协同、独家剂型规格等考量,我们看好依姆多未来在国内的市场潜力。

表 2: 单硝酸异山梨酯样本医院分剂型规格销售数据(2015 年)

企业名称	剂型	规格	销售金额(万元)	销售占比
鲁南贝特	片剂	20mg	7,707	28.43%
鲁南贝特	片剂	40mg	5,058	18.66%
许瓦兹	胶囊剂	50mg	3,054	11.27%
阿斯利康	片剂	60mg	2,905	10.72%
鲁南贝特	注射剂	20mg 5 ML	2,856	10.54%
其他	-	-	5,526	20.38%

资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

依姆多业绩预测

根据基本面分析以及与公司高管多次交流，我们为预测依姆多资产对西藏药业业绩贡献，作出如下假设：

1. 国内收入增长，海外收入持平。根据我们上述分析，长效硝酸酯类药物在心血管慢病治疗中具有不可替代性，产品成熟也不具备继续增长的潜力。因此，产品销售在海外预计总体呈现平稳状态，即不增长也不下滑。而在国内，依姆多有望在康哲销售队伍的推广下实现对竞争对手市场份额的蚕食，在未来 3-5 年内进入稳定增长长期。

2. 依姆多产品毛利率预计为 80%左右。依姆多在过去 3 年平均毛利率为 82%。根据收购协议，西藏药业收购依姆多资产后在未来 3 年仍然将委托阿斯利康代工生产（境外市场最长 2 年，可延长 1 年；境内市场 3 年，可延长 6 个月）。阿斯利康将收取合理的代工费用。为此，我们预计依姆多的毛利率将下降 2 个百分点至 80%左右。

3. 依姆多海外销售管理费用率为 10%。依姆多在除美国外全球 40 多个国家销售，均为经销商模式。由于是成熟品种，终端不需要销售人员推广，销售费用率为 0。主要成本是经销商管理，成本较低，预计管理费用率为 10%。

4. 国内依姆多销售，存量部分销售管理费用率为 20%，增量部分销售管理费用率为 40%。西藏药业收购依姆多资产后，其国内销售预计仍然由康哲代理（为避免心血管销售网络的重复建设）。依姆多在国内处于自然走量状态，即不进行销售推广每年的收入约 1.28 亿元。我们预计存量收入的销售管理费用率为 20%。如果康哲代理推广实现了依姆多销售增长，则增量收入的销售管理费用率预计为 40%。如果假设依姆多在国内的管理费用率为 10%，则未来付给康哲的推广服务费用为 10%（存量收入）- 30%（增量收入），远低于新活素与诺迪康的推广服务费率（约 65%，见后文新活素、诺迪康分析）。因此，我们预计在康哲成为西藏药业实际控制人后新签订的代理销售协议将尽可能的让利于西藏药业，从而利好公司股东权益。

5. 依姆多资产收购完成后每年摊销费用增加 6200 万。根据非公开发行预案，西藏药业拟使用募集资金 12.4 亿元收购依姆多产品、品牌、商标、技术诀窍等相关资产。所收购的均为无形资产，收购后将进入资产负债表的无形资产项并在未来 20 年采用直线法摊销，即新增摊销费用约 6200 万元。我们认为依姆多产品及其品牌的价值超过 20 年，记入无形资产并 20 年摊销是一种非常保守的会计处理方案（相比于记为商誉，并不进行减值）。虽然对公司利润表产生负面影响，但释放了资产负债表的风险，对长期投资者是一种负责任的行为。

6. 收购过程中产生部分一次性费用。依姆多在全球 61 多个国家有上市许可，并在 40 多个国家实现销售。这些权益和经销商的转接将会产生 200-300 万美元的一次性中介费用，我们假设其计入 16 年的营业外收入。在西藏药业收购资产的同时，还与阿斯利康签订了《转换服务协议》。根据协议，阿斯利康在资产转交过程有责任提供知识产权、财务、注册、技术转让等一系列服务。我们预计转换服务协议将持续 2-3 年时间，公司为该协议的付费为依姆多海外销售的 3%-5%。

综合以上考虑，我们预测 2016-18 年依姆多为西藏药业贡献的税前利润如下：

表 3: 公司依姆多 2016-18 税前利润预测 (单位: 百万)

项目	2015A	2016E	2017E	2018E	备注
依姆多收入	367	184	422	468	
其中:					
国内存量收入	128	64	128	128	存量收入是指依姆多自然走量状态收入, 及原依姆多收入; 并假设依姆多资产今年 6 月开始并表
国内增量收入	0	6	55	101	增量收入指康哲销售网络下新增的收入; 并假设依姆多资产今年 6 月开始并表
海外收入	239	113	238	238	
毛利		147	337	374	
营业成本	0	37	84	94	
费用合计		78	141	152	
其中:					
海外业务 SG&A	0	17	31	24	SG&A: 销售管理费用, 下同
国内存量业务 SG&A		13	26	26	
国内增量业务 SG&A		3	22	40	
并购中介费用		15	0	0	
无形资产摊销		31	62	62	
税前利润		69	197	222	
关键假设					
国内业务收入增速		10%	30%	25%	16 年接手依姆多资产, 其后国内业务快速增长
海外业务收入增速		-5.0%	5.0%	0.0%	16 年交接中海外业务略有下滑, 17 年恢复并持平
毛利率		80.00%	80.00%	80.00%	阿斯利康代工, 毛利率下降 2 个点
海外业务费用率		15.0%	13.0%	10.0%	销售费用为 0, 管理费用率 10%; 16-17 年交接期间产生移交服务费用
国内存量业务费用率		20.0%	20.0%	20.0%	
国内增量业务费用率		40.0%	40.0%	40.0%	

注: 黄色标亮部分为关键假设

资料来源: 国信证券经济研究所整理

依姆多资产的战略价值

在康哲体系中, 西藏药业的战略定位为海外销售的建设, 本次收购依姆多资产是推进该战略的重要步骤。依姆多在全球 47 个国家销售, 附带的是阿斯利康在全球 47 个国家经过多年筛选的优质经销商网络。该经销商网络的战略价值不可忽视。如果依姆多未来 3 年业绩增长符合我们预测, 则意味着西藏药业完成了海外销售网络的交接与顺利运营, 初步建立国内其他药企所不具备的核心竞争力。依托该网络, 无论是收购更多海外资产还是与国内有制剂出口意向的企业合作, 均有非常好的协同效应。

新活素、诺迪康产品分析

新活素和诺迪康是西藏药业极具潜力的两个品种。康哲分别于 2008 年和 2015 年与西藏药业签订该两个品种的独家代理协议。

新活素、诺迪康基本面分析

我们在前期康哲的首次覆盖报告中对新活素和诺迪康的市场前景进行了分析, 在此我们进行回顾并对相关数据进行更新:

新活素是国内唯一重组人脑利钠肽(独家 rhBNP), 其主要用于患有休息或轻微活动时呼吸困难的急性失代偿心力衰竭患者的静脉治疗。按 NYHA 分级大于 II

级。除此之外，新活素还可应用于 AMI 伴急性心衰、急性心衰及慢性心衰急性加重及心脏外科围手术期。该产品由西藏药业子公司成都迪诺康独家生产，国家一类新药，属于非医保非基药品种。

新活素在治疗急性心衰领域具备很强的优势。急性心力衰竭（心衰）临床上以急性左心衰竭最为常见。急性左心衰竭指急性发作或加重的左心功能异常所致的心肌收缩力明显降低、心脏负荷加重，造成急性心排量骤降、肺循环压力突然升高、周围循环阻力增加，引起肺循环充血而出现急性肺淤血、肺水肿并可伴组织器官灌注不足和心源性休克的临床综合征。治疗急性心力衰竭的药物主要分为利尿剂、血管扩张剂、正性肌力药物等。

表 4: 急性左心衰竭血管活性药物选择

收缩压	肺淤血	推荐治疗方法
>100 mmHg	有	利尿剂（呋塞米）+血管扩张剂（硝酸酯类、硝普钠、新活素、乌拉地尔）、左西孟旦
90-100 mmHg	有	血管扩张剂和（或）正性肌力药物（多巴胺、多巴酚丁胺、磷酸二酯酶抑制剂、左西孟旦）
<90 mmHg	有	此情况为心源性休克，（1）在血流动力学监测（主要采用床边漂浮导管法）下进行治疗；（2）适当补充血容量；（3）应用正性肌力药物如多巴胺，必要时加用去甲肾上腺素；（4）如效果仍不佳，应考虑肺动脉插管监测血流动力学和使用主动脉内球囊反搏和心室机械辅助装置；肺毛细血管楔压高者可在严密监测下考虑多巴胺基础上加用少量硝普钠、乌拉地尔

资料来源：《急性心力衰竭诊断和治疗指南 2014》，国信证券经济研究所整理

新活素属于血管扩张剂，在我国《急性心力衰竭诊断与治疗指南 2014 版》（下称：指南）中推荐的血管扩张剂有硝酸酯类药物（推荐级别：IIa 类，B 级）、硝普钠（推荐级别：IIb 类，B 级）、奈西立肽（新活素，推荐级别：IIa 类，B 级）。指南中明确指出“该药（新活素）并非单纯的血管扩张剂，而是一种兼具多重作用的药物，有一定的促进钠排泄和利尿的作用，还可以抑制 RAAS 和交感神经系统。VMAC、PROACTION 以及国内一项 II 期临床研究表明，该药的应用可以带来临床和血液动力学的改善，推荐用于急性失代偿心衰。ASCEND-HF 研究表明，该药在急性心衰患者中应用安全，但不改善预后。”我们认为新活素作为血管扩张剂相比于硝酸酯类药物和硝普钠均有独到的优势，未来有望逐渐提高临床使用的渗透率，成为急性心力衰竭抢救的一线用药。

我们基于以下数据估算新活素的市场潜力：

- 《中国心血管病报告 2014》显示我国心血管病患者约 2.9 亿，其中 2011 年心血管病出院总人数（次）为 833.81 万人次，1980-2013 年我国心脑血管出院人次年平均增长为 9.5%。
- 中华医学会的《急性心力衰竭诊断与治疗指南（2010）》中对我国 42 家医院在 1980、1990、2000 的住院调查表明，因心衰住院约占住院的心血管患者的 16.3% - 17.9%，其中住院患者基本为慢性心衰的急性加重。

新活素临床使用中，每个病人首先以 1.5ug/kg 进行静脉冲击，然后以 0.0075ug/kg/min 进行连续静脉滴注 24 小时。按照药品 6ug/mL 的临床使用浓度，以及 0.5mg/支的剂型，则不同的患者使用的药物数量为：

表 5: 新活素临床使用数量估算

病人体重	冲击剂量 (mL)	静滴速率 (mL/hr)	所需剂量 (mL)	药品量 (mg)	支数
50 Kg	12.5	3.75	102.5	0.615	2
70 Kg	17.5	5.25	143.5	0.861	2
90 Kg	22.5	6.75	184.5	1.107	3
110 Kg	27.5	8.25	225.5	1.353	3

资料来源：新活素药品使用说明，国信证券经济研究所整理

- 新活素 2015 年的平均中标价为 1058 元，每支中标价中包含了给予配送商 6.5% 的利润，排除这项并考虑 17% 的增值税，则康哲的出厂价在

$1058 / (1 + 6.5\%) / 1.17 = 849$ 元左右

根据以上数据我们作出如下假设来测算新活素的市场空间

1. 心血管出院总人次自 2011 年以后按照每年 9.5% 的速度增长
2. 因心力衰竭住院的患者占住院心血管患者的 17.1%
3. 保守估计新活素在所有急性心力衰竭病人临床救治过程中的渗透率为 20%

表 6: 新活素市场空间测算

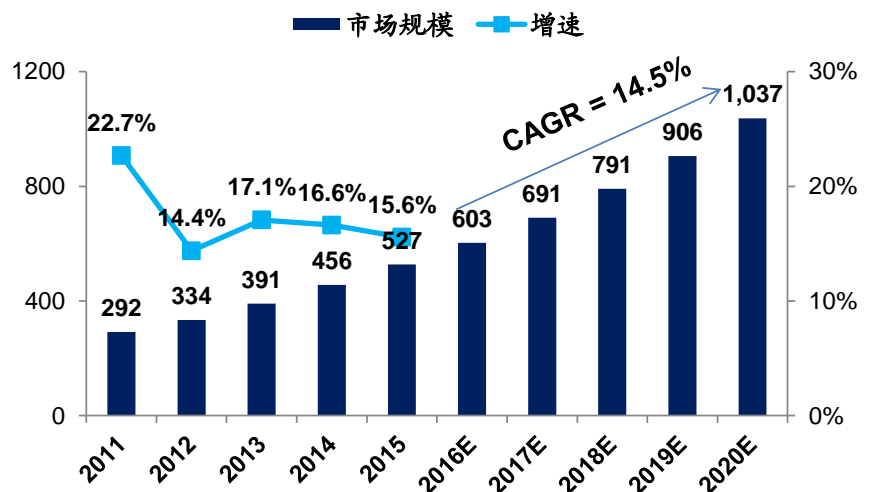
年份	心血管病人出院人次 (万人)	出院人次增速	心衰患者比例	心衰患者住院人次	新活素渗透率	临床使用量 (支数)	每支单价 (元)	市场容量 (亿元)
2013	833.8		17.10%	142.6	20%	2.5	849	6.1
2014	913.0	9.5%	17.10%	156.1	20%	2.5	849	6.6
2015	999.8	9.5%	17.10%	171.0	20%	2.5	849	7.3
2016	1094.7	9.5%	17.10%	187.2	20%	2.5	849	7.9
2017	1198.7	9.5%	17.10%	205.0	20%	2.5	849	8.7
2018	1312.6	9.5%	17.10%	224.5	20%	2.5	849	9.5
2019	1437.3	9.5%	17.10%	245.8	20%	2.5	849	10.4
2020	1573.9	9.5%	17.10%	269.1	20%	2.5	849	11.4

资料来源: 国信证券经济研究所整理

而在 2015 年康哲新活素的销售额仅为 4.3 亿元, 相比于上面测算的 8 - 10 亿元的市场容量还有很大的空间。

诺迪康为藏药, 主要成分是圣地红景天。主要用于治疗冠心病及心绞痛患者。该品种由西藏药业生产, 入选全国医保乙类目录, 同时也是新增基药独家品种。我们在本文依姆多基本面分析已经阐述了我国冠心病死亡率与患者人数呈现逐渐上升的态势, 而这将促使心血管慢病用药需求增长。我国心血管中药市场规模预计为 500 亿元左右, 未来十年的 CAGR 将达到 14.5%, 即到 2020 年市场规模有望达到千亿。

图 9: 2011-2015 我国心血管中药市场规模 (单位: 亿元)

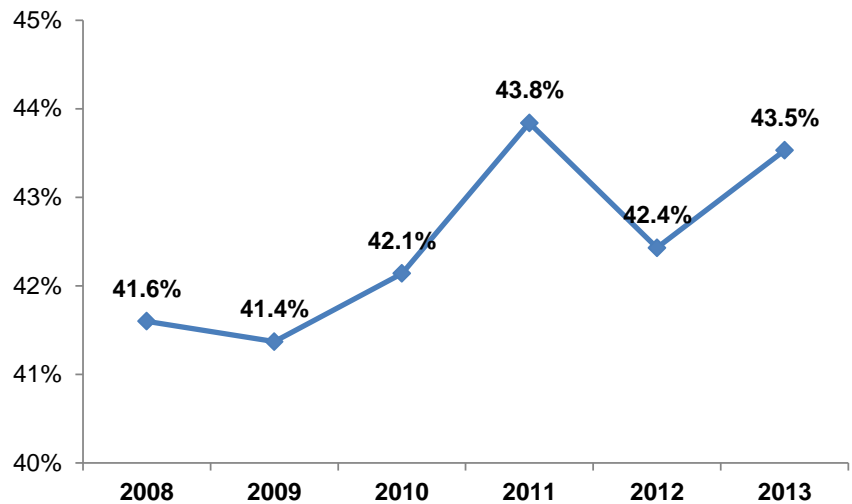


资料来源: 前瞻网数据库、IMS Pharma Insight、国信证券经济研究所整理

从剂型来说, 中药注射剂市场占比较大, 但由于国家医保控费和清理辅助用药, 口服制剂的市场份额逐年提升。从渠道来看, 医院仍然是心血管中药的主要销

售渠道，且越往基层，中成药使用比例越高。从医生角度，心血管中成药主要处方医生以西医为主，国内专家认为，中药制剂具有“多靶点、多效应”作用。中药可以活血化瘀，具有消除动脉粥样硬化斑块、疏通血管和加速血液循环等多种效果，多适应症、跨适应症用药是心血管中成药的重要特征。而从患者角度，中医药是中国文化的组成部分，患者对于中医的认可对中成药的使用有很大的影响，中国心脑血管疾病患者对中医和中药的认可度极高，而且认为中西药在治疗中同等重要。因此，心血管中成药市场未来成长的确定性较高。

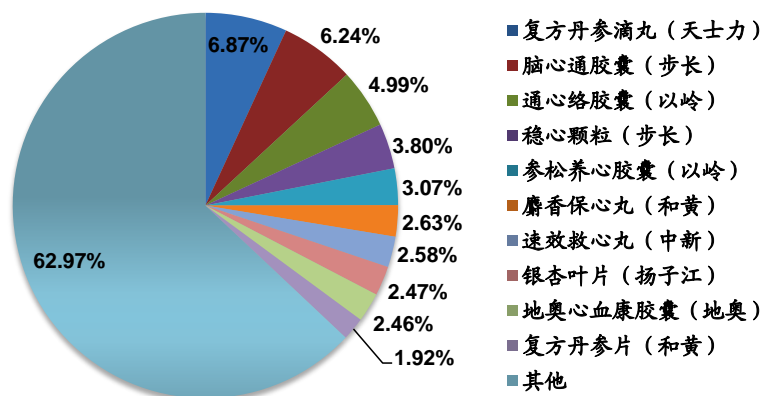
图 10: 心脑血管疾病口服中成药市场占比提高



资料来源: 心血管中成药市场研究报告、国信证券经济研究所整理

从市场竞争格局来看，心血管口服中成药虽然大都为独家品种，但市场较为分散，竞争较为激烈。前十大品牌的市场规模预计均在 8 亿元以上。诺迪康 2015 年的销售仅为 8,000 万元人民币，相比于 500-1000 亿的市场，并借助康哲的学术推广能力和销售渠道优势，未来高速成长的确定性较高。但最终是否能够跻身前十大品牌，即收入达到 8-10 亿的规模还有待观察。

图 11: 心脑血管疾病口服前十大品牌市场份额 (2011)



资料来源: 心血管中成药市场研究报告、国信证券经济研究所整理

新活素、诺迪康关联交易分析

市场对康哲-西藏药业的关联交易细节一直不是很清晰。由于西藏药业 15 年年

报披露信息较为详细，从而我们通过分析可以得出一些有帮助的结论。

■ 西藏药业新活素、诺迪康的收入

根据公司“关于日常关联交易预计的公告”（2016-024），新活素与诺迪康 15 年的含税收入分别为 3.21 亿和 1.29 亿。若考虑 17% 的增值税，新活素与诺迪康的不含税收入（录入利润表收入）为 2.74 亿和 1.10 亿。这与年报 129 页披露的关联交易金额类似。两者的略微差异是由于对部分两票制地区，西藏药业直接开票给当地配送商而不经康哲所致。（注：两票制地区的销售是由于康哲的学术推广。虽无实际的关联交易，但相关收入也当记为康哲的贡献）。因此，西藏药业诺迪康和新活素的收入我们采信 2016-024 公告中的数字，及不含税收入为 2.74 亿和 1.10 亿元。同时根据公司 15 年年报，新活素和诺迪康的销售量分别为 321,257 支和 16,922.87 万粒，由此可算出新活素和诺迪康的出厂价（含税）为每支 998.8 元和每粒 0.76 元。同期，15 年新活素与诺迪康的招标均价为 1059 元每支与 0.98 元每粒。

表 7：新活素、诺迪康关联交易数据（单位：千元）

关联方	关联交易内容	15 年年报数据	合计	2016-024 公告数据（含税）	不含税数据
深圳康哲	销售新活素	264,890	264,890	320,830	274,214
深圳康哲	销售诺迪康	108,100	108,100	128,520	109,846
常德康哲	新活素推广服务	86,823			
西藏康哲	新活素推广服务	87,423	174,246	179,660	179,660
常德康哲	诺迪康推广服务	8,800			
西藏康哲	诺迪康推广服务	62,858	71,658	75,430	75,430

注：诺迪康推广服务费中含有 447.5 万库存移交时应付的推广费用，记作 14 年的推广服务费
 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 西藏药业新活素和诺迪康的推广服务费

2016-024 公告中数据与年报 129 页中数据基本吻合，我们认为推广服务费用不存在含税问题。诺迪康 15 年推广服务费中含有 447.5 万诺迪康胶囊市场移交时应付的市场推广费（该金额是依据已办理移交确认的库存量按 2014 年度市场推广政策计付的），如果减去这 447.5 万元，则新活素和诺迪康的推广服务费率分别为 $179660/320830 = 56\%$ 和 $(75430-4475)/128520 = 55\%$ ，这两项费用率与公司公告的推广服务费用率相同。但考虑到此处分母为含税收入，而计入西藏药业利润表为不含税收入金额，则对西藏药业来说新活素和诺迪康的销售费用率（即推广服务费用率）实际为 $179660/274214 = 65.5\%$ 和 $(75430-4475)/109846 = 64.6\%$ 。

■ 西藏药业新活素和诺迪康的毛利率

根据 15 年年报披露，公司心脑血管药品的毛利率为 92.77%。同时公司心血管药品是新活素和诺迪康。由此我们认为新活素和诺迪康的平均毛利率为 92.77%。

表 8：15 年公司分治疗领域产品线收入及毛利率

治疗领域	产品名称	营业收入	毛利率
心脑血管	新活素	39,111(合计)	92.77%
	诺迪康		
外用	金罗汉涂膜剂	4,365	74.61%
肝胆	十味蒂达胶囊	2,205	78.70%
感冒	小儿双清颗粒	517	35.92%
精神神经类	注射用丙戊酸钠	4,735	5.42%

资料来源：公司 15 年年报 17、22 页，国信证券经济研究所整理

西藏药业新活素和诺迪康业绩贡献预测

综合基本面以及年报数据的财务分析，我们作出以下假设预测新活素和诺迪康对公司业绩的贡献：

1. 基于对新活素基本面的判断，我们预测西藏药业新活素 16-18 年收入增长为 25%/20%/20%。
2. 基于康哲关于诺迪康的承诺采购量（见 2016-024 公告），我们假设公司诺迪康 16-18 年收入增长为 37.5%/31%/25%。
3. 我们假设新活素和诺迪康 16-18 年平均毛利率为 92.77%，与 15 年持平。
4. 我们假设新活素和诺迪康 16-18 年的销售推广费用率与分别为 65.5%和 64.6%，与 15 年持平。
5. 我们假设新活素和诺迪康的管理费用率为 10%。

综合以上考虑，我们预测 2016-18 年新活素、诺迪康为西藏药业贡献的税前利润如下：

表 9：公司新活素、诺迪康 2016-18 税前利润预测（单位：百万）

项目	2015A	2016E	2017E	2018E	备注
收入合计	384	494	609	741	
其中：					
新活素	274	343	411	494	
诺迪康	110	151	198	247	
毛利	356	458	565	687	
营业成本	28	36	44	54	
费用合计	293	372	458	557	
其中：					
新活素推广费用	180	225	269	323	
诺迪康推广费用	75	98	128	160	
管理费用	38	49	61	74	
税前利润	62	87	107	130	
关键假设					
新活素收入增速	47.20%	25%	20%	20%	2015 年高增速是由于 GMP 改造后补库存，16-18 年预期与康哲终端收入增速一致
诺迪康收入增速	97.63%	37.5%	31.0%	25.0%	16-18 年按照双方约定的采购量预测
产品平均毛利率	92.77%	92.77%	92.77%	92.77%	毛利率持平
新活素推广服务费率	65.5%	65.5%	65.5%	65.5%	15 年新签订代理协议，推广服务费率持平
诺迪康推广服务费率	68.7%	64.6%	64.6%	64.6%	15 年签订代理协议，推广服务费率持平
管理费用率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	

注：黄色标亮部分为关键假设

资料来源：国信证券经济研究所整理

其他产品及业务简析

除新活素、诺迪康外，西藏药业还有一系列小品种。这些小品种 15 年销售收入为 1.18 亿元，毛利为 5434 万元，平均毛利率为 46%。同时公司 15 年总销售费用为 3.16 亿元，如果减去新活素和诺迪康的推广服务费（分别为 1.79 亿和 7543 万），则用于这些小品种的销售费用为 31,553-17,966-7,543 = 6,044（万元）小品种的销售费用高于毛利，实际处于亏本运营状态。康哲入主后更换了小品种的销售总监，我们预期小品种总体有望扭亏为盈。但由于这些品种缺乏

明显的市场竞争优势，预计未来对业绩的贡献不显著。

表 10: 公司其他品种盈利分析 (2015)

治疗领域	产品名称	注册分类	营业收入	毛利率	毛利
外用	金罗汉涂膜剂	国家中药三类, 二级中药保护品种	4,365	74.61%	3,257
肝胆	十味蒂达胶囊	国家中药四类, 二级中药保护品种	2,205	78.70%	1,735
感冒	小儿双清颗粒	国家中药三类乙类, 二级中药保护品种	517	35.92%	186
精神神经类	注射用丙戊酸钠	-	4,735	5.42%	257
合计			11,822	46.0%	5,434

资料来源: 公司 15 年年报, 国信证券经济研究所整理

除药品制剂外, 公司还出资 3300 万元认购成都中医大银海眼科医院股份有限公司 11% 股权, 并代理加工康哲的肝复乐片 (预计关联交易额不超过 1800 万元), 由于这些业务短期内对公司业绩影响很小, 暂不做深入分析。

其他业绩影响因素

利息收入增加

根据非公开发行预案, 公司拟募集资金 15 亿元。其中 12.4 亿元用于收购依姆多相关资产, 2.58 亿元用于补充流动资金。在同时考虑公司现有账上现金、未来运营现金流情况以及定增募集资金的补充, 我们预计公司 16 年利息收入为 1300 万元。

所得税率降低

公司作为西藏企业, 16 年国家有望落实相关优惠政策, 即所得税率降至 9%, 并长期维持。

盈利预测与估值分析

综合以上所有假设和分析, 我们预测西藏药业 16-18 年的净利润为 1.54/2.99/3.52 亿元。同比增长 68%/94%/18%。如考虑增发股本摊薄, 则 2016-18 年的 EPS 为 0.82/1.59/1.87 元, 当前股价对应的 PE 为 57/30/25x。收购依姆多资产后每年将新增 6200 万摊销, 而这属于非经营性开支并压低了公司净利润水平。如果不考虑该影响, 公司 16-18 年的 EV/EBITDA 为 28/16/14x。因为并表及一次性费用, 公司业绩 18 年进入稳定增长。当前股价对应 18 年 PE 25 倍, EV/EBITDA 14 倍, 18 年利润同比增长 18%。我们认为估值合理, 考虑到外延并购有望超预期, 以及接手阿斯利康海外销售网络获得独到核心竞争力, 我们给予公司“增持”评级。

潜在超预期因素及风险提示

超预期因素

在康哲体系中, 西藏药业的战略定位为海外销售的建设, 本次收购依姆多资产是推进该战略的重要步骤。依姆多在全球 47 个国家销售, 附带的是阿斯利康在全球 47 个国家经过多年筛选的优质经销商网络。该经销商网络的战略价值不可忽视。如果依姆多未来 3 年业绩增长符合我们预测, 则意味着西藏药业完成了海外销售网络的交接与顺利运营, 初步建立国内其他药企所不具备的核心竞争力。依托该网络, 无论是收购更多海外资产还是与国内有制剂出口意向的企业合作, 均有非常好的协同效应。因此, 超预期的因素在于海外销售网络建设完成后的持续外延并购与战略合作。由于近两年是外资企业剥离类似依姆多这类

边缘品种的窗口期，未来不排除外延并购落地时点超预期的可能。

风险提示

第一，海外经销网络不能顺利交接与运营的风险。接手并运营全球 47 个国家的经销商网络在国内药企中是没有先例的，其中必然存在一定的复杂性及困难。海外经销商网络交接和运行不达预期是不可忽视的风险。

第二，假设不对导致盈利不准确的风险。预测我国预测公司业绩增长时用到了大量的假设，例如依姆多毛利率和销售管理费用率、新活素、诺迪康毛利率与推广服务费用率、公司所得税率等，最终业绩兑现过程中由于各种情况与假设存在偏差，将会导致盈利预测并不准确。

第三，人民币汇率波动导致公司业绩受到影响的的风险。未来公司有约 20% 收入来自于由依姆多海外销售，本报告中并没有考虑汇率波动对业绩的影响。

第四，增发进程对公司控制权变化和未来发展影响。我们目前的最大假设基于增发顺利完成，康哲通过定增增持公司股份至 37.19% 成为实际控制人，同时募集资金用于收购海外资产，如果增发无法完成将完全影响我们的推荐逻辑。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	319	720	971	1269	营业收入	1383	759	1115	1295
应收款项	37	62	92	106	营业成本	935	97	154	173
存货净额	126	12	20	23	营业税金及附加	10	5	8	9
其他流动资产	2	15	22	26	销售费用	316	375	468	565
流动资产合计	484	810	1105	1425	管理费用	48	112	180	191
固定资产	107	107	109	110	财务费用	(3)	(11)	(19)	(26)
无形资产及其他	23	1232	1171	1110	投资收益	30	1	1	1
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	9	9	9	9	其他收入	0	0	0	0
资产总计	706	2242	2478	2738	营业利润	107	182	325	383
短期借款及交易性金融负债	45	50	50	50	营业外净收支	0	(15)	0	0
应付款项	6	12	21	23	利润总额	106	167	325	383
其他流动负债	142	60	80	94	所得税费用	16	15	29	34
流动负债合计	192	122	151	168	少数股东损益	(1)	(1)	(3)	(3)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	92	154	299	352
其他长期负债	28	28	28	28					
长期负债合计	28	28	28	28	现金流量表 (百万元)				
负债合计	220	150	179	196	净利润	92	154	299	352
少数股东权益	(4)	(5)	(7)	(10)	资产减值准备	(8)	0	0	0
股东权益	489	2097	2306	2552	折旧摊销	12	42	74	74
负债和股东权益总计	706	2242	2478	2738	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(3)	(11)	(19)	(26)
					营运资本变动	26	0	(16)	(4)
					其它	8	(1)	(2)	(3)
					经营活动现金流	129	194	354	419
					资本开支	(2)	(1252)	(14)	(15)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(1)	(1252)	(14)	(15)
					权益性融资	0	1500	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(10)	(46)	(90)	(106)
					其它融资现金流	(89)	5	0	0
					融资活动现金流	(108)	1459	(90)	(106)
					现金净变动	19	401	251	298
					货币资金的期初余额	300	319	720	971
					货币资金的期末余额	319	720	971	1269
					企业自由现金流	99	(1055)	322	379
					权益自由现金流	10	(1040)	339	403

关键财务与估值指标				
	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.63	0.82	1.59	1.87
每股红利	0.07	0.24	0.48	0.56
每股净资产	3.36	11.14	12.25	13.56
ROIC	12%	18%	22%	26%
ROE	19%	7%	13%	14%
毛利率	32%	87%	86%	87%
EBIT Margin	5%	22%	27%	28%
EBITDA Margin	6%	28%	34%	33%
收入增长	-17%	-45%	47%	16%
净利润增长率	337%	68%	94%	18%
资产负债率	31%	6%	7%	7%
息率	0%	1%	1%	2%
P/E	74.4	57.4	29.5	25.0
P/B	13.9	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA	81.7	42.2	23.7	20.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				